



Roberto Pacault, CFA
Responsable de la gestion

INTRODUCTION

L'équipe de gestion d'HOMA Capital est heureuse de partager son analyse sur les thèmes qui concentrent l'attention des marchés.

Cette approche sélective a pour objet de guider votre lecture en fonction de vos questionnements et des réflexions du moment.

Les concernant, nous vous rappelons notre disponibilité pour tout complément d'information.

Bonne lecture !

SOMMAIRE

1. Les émissions obligataires des « *hyperscalers* » sont prévues en hausse en 2026. Le marché obligataire pourra-t-il absorber ce surplus d'émissions ou faut-il s'attendre à un écartement des *spreads* de crédit ?

Par Matthieu Massie – Analyste obligataire

2. Le gouvernement japonais envisage une relance budgétaire dans un contexte d'endettement élevé et de taux en hausse. Le gouvernement dispose-t-il des marges nécessaires pour mettre en œuvre sa volonté de relance budgétaire ? Quel(s) risque(s) cette situation fait-elle peser sur les actifs japonais ?

Par Hector Garrigue, CFA – Gérant diversifié

3. L'argent était le meilleur actif en 2025 (+119% en euros). Cet engouement peut-il se prolonger ?

Par David Guichard-Rein – Responsable de la gestion privée

1. LES ÉMISSIONS OBLIGATAIRES DES « *HYPERSCALERS* » SONT PRÉVUES EN HAUSSE EN 2026.

En 2025 les « *hyperscalers* » (Amazon, Microsoft, Google, Meta et Oracle) ont démarré un nouveau cycle d'investissement lié aux dépenses dans l'IA et dans les *data centers*. Jusqu'ici financé sur fonds propres, ce cycle nécessite désormais un retour à l'endettement. Bloomberg anticipe un montant de dépenses agrégé des « *hyperscalers* » de \$590 milliards en 2026 (contre \$380 milliards en 2025) et environ \$4 000 milliards de dépenses cumulées d'ici 2030 (cf. schéma 1).

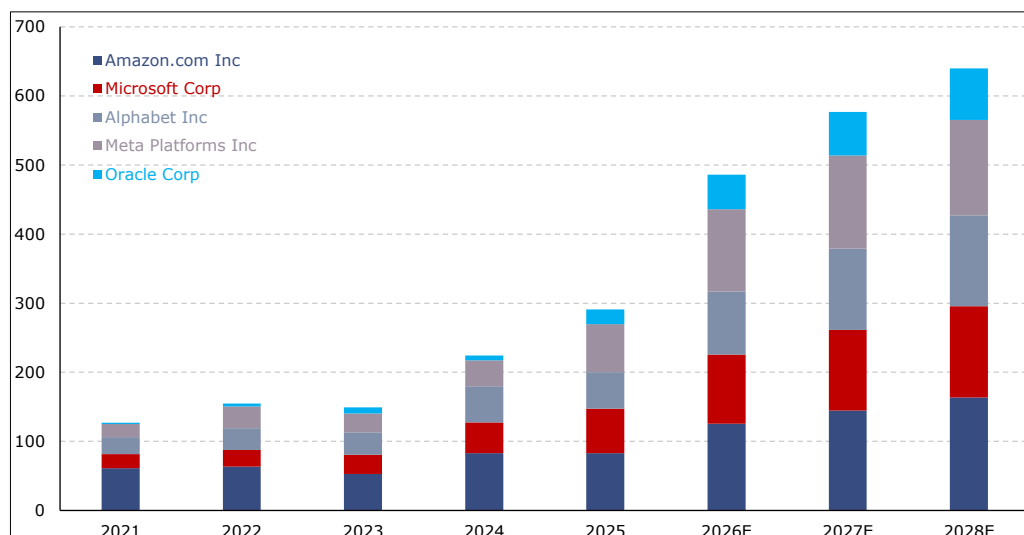


Schéma 1 : Niveau de dépenses en capital des « *hyperscalers* » (en milliards de \$).
(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg)

Le marché obligataire pourra-t-il absorber ce surplus d'émissions ou faut-il s'attendre à un écartement des *spreads* de crédit ?

La question de l'absorption renvoie à la profondeur du marché. Les statistiques de la *Securities Industry and Financial Markets Association* (SIFMA) indiquent qu'en 2025 les émissions d'obligations d'entreprises américaines étaient de \$2 216 milliards, pour un encours total de \$11 489 milliards (3Q25). Ces ordres de grandeur suggèrent une capacité structurelle d'absorption importante. La Fed confirme d'ailleurs que, jusqu'en septembre 2025, la liquidité des marchés des obligations d'entreprises est restée robuste et proche de la moyenne des dernières années. En régime normal, un marché aussi profond peut absorber des volumes additionnels, en particulier lorsqu'ils émanent d'émetteurs de grande qualité de crédit.

Pour autant, la hausse de l'offre n'est pas nécessairement neutre sur les primes de risque (ou *spread*), car le point de départ est historiquement bas. Ces dernières se situent 70 pb sous leur moyenne des vingt dernières années pour les titres notés *Investment Grade*, et environ 230 pb pour ceux de notation *High Yield*.

Dans ce contexte, un surplus d'offre (même de bonne qualité) est susceptible de se traduire par une prime plus élevée au moment de l'émission, entraînant un risque d'écartement généralisé des *spreads*. Cela est d'autant plus vrai dans un contexte de hausse des émissions globales, sur fond de besoins accrus de financements des États.

Pour conclure, nous estimons que le marché obligataire dispose de la profondeur nécessaire pour absorber une hausse des émissions des « *hyperscalers* » en 2026. Cependant, la combinaison "augmentation de l'offre de dettes d'entreprises" et "primes de risque à des niveaux historiquement faibles" pourrait entraîner l'ensemble des *spreads* à la hausse.

2. LE GOUVERNEMENT JAPONAIS ENVISAGE UNE RELANCE BUDGÉTAIRE DANS UN CONTEXTE D'ENDETTEMENT ÉLEVÉ ET DE TAUX EN HAUSSE.

Le 7 septembre dernier, le premier ministre japonais Shigeru Ishiba démissionnait de son poste après une large défaite de son camp aux élections sénatoriales. Ce revers étant notamment attribué à la baisse du pouvoir d'achat des ménages japonais, sa remplaçante Sanae Takaichi a annoncé vouloir mettre en œuvre un large plan de relance fiscale afin de tacler l'inflation (baisses de TVA) et relancer la croissance nipponne (investissements dans l'infrastructure et dépenses militaires). Les montants évoqués tournent autour de €120 milliards, soit plus de 3% du PIB nippon, dont un tiers environ sous la forme de baisses de TVA.

Bien que le déficit public japonais ait été nettement réduit depuis le covid (ramené à -1,4% en 2025 selon l'OCDE), ce plan se heurte à un niveau de dette déjà très élevé (estimé à 237% du PIB fin 2024 par le FMI) et à un contexte de remontée des taux d'intérêt, faisant craindre un dérapage du ratio d'endettement du pays.

Le gouvernement dispose-t-il des marges nécessaires pour mettre en œuvre sa volonté de relance budgétaire ?

Pour que le ratio dette/PIB d'un pays augmente il faut que le niveau du déficit public soit supérieur à celui de la croissance nominale. Par extension, le solde budgétaire primaire permettant de stabiliser le ratio va dépendre du taux d'intérêt effectif de la dette souveraine (estimé à 0,7% fin 2026 par l'OCDE), du taux de croissance nominal du PIB (estimé à +3,1% pour 2026 toujours selon l'OCDE) et du niveau actuel d'endettement. Ainsi, les calculs font ressortir un niveau de déficit primaire qui serait soutenable en 2026 tant qu'il resterait inférieur à -5,7% environ, ce qui paraît suffisant au regard du déficit actuel et des investissements annoncés.

Si les marges semblent confortables à court terme, la hausse rapide des taux d'intérêts nippons va inévitablement venir les réduire. Selon des estimations réalisées par la banque BNP Paribas, le niveau de déficit stabilisant devrait progressivement remonter vers -3% à horizon 2030, tandis que le déficit primaire devrait se situer aux alentours de -2,5%, pointant vers des marges de manœuvre fortement réduites. Ainsi, le pays serait vulnérable à un choc de croissance, une remontée des taux rapide ou à un nouveau besoin de soutien budgétaire.

Quel(s) risque(s) cette situation fait-elle peser sur les actifs japonais ?

Cette vulnérabilité ne semble pas avoir échappé aux investisseurs qui font preuve de défiance à l'égard de ces annonces, comme le montre la divergence entre les mouvements du Yen et des taux japonais depuis près d'un an, et qui a nettement accéléré depuis les annonces (cf. schéma 2).

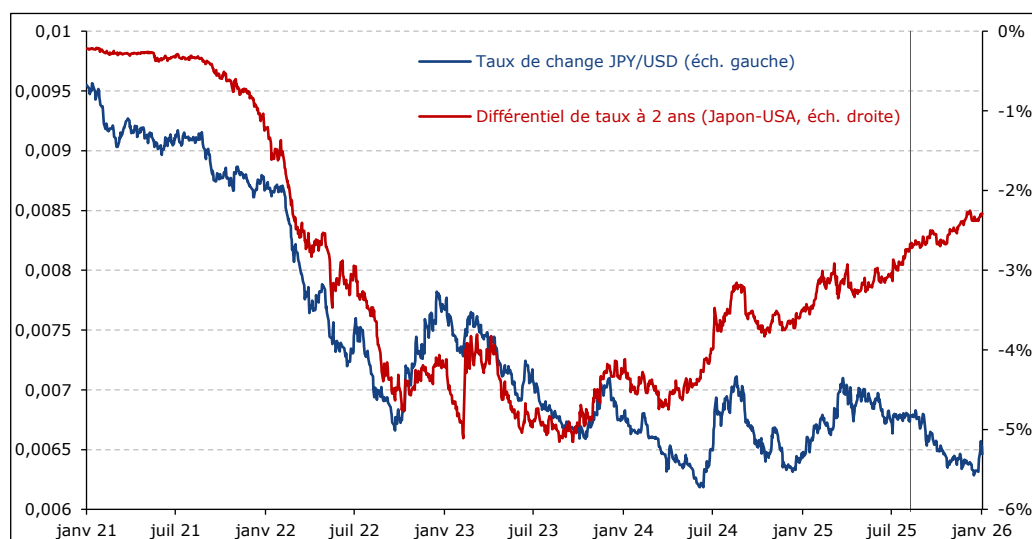


Schéma 2 : Évolution de la parité JPY/USD et du différentiel de taux (Japon-USA).
(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg)

Ce type de divergence n'est pas nécessairement inhabituel sur de longues périodes (les déterminants du taux de change sur le long terme sont liés à de nombreuses autres variables que le différentiel de taux), mais elle est rarement aussi marquée sur des périodes courtes et rappelle les mouvements observés sur les marchés britanniques lors de l'épisode du « mini-budget » ayant conduit à la démission de la première ministre Liz Truss.

Les marges de manœuvres budgétaires japonaises à court terme devraient empêcher de vivre un scénario aussi brutal que celui observé en Grande Bretagne. Cependant, les actifs japonais sont tout de même à risque dans le cas où les mesures ne généreraient pas le surplus de croissance espéré, ou si l'inflation japonaise ne suivait pas la trajectoire de décroissance actuellement anticipée, forçant la Banque du Japon à accélérer ses hausses de taux.

3. L'ARGENT ÉTAIT LE MEILLEUR ACTIF EN 2025 (+119% EN EUROS).

L'argent métal s'est imposé comme l'un des actifs les plus performants de 2025, cette très bonne performance repose sur la convergence de trois dynamiques : un cadre macroéconomique plus porteur pour les actifs réels, des fondamentaux d'offre et de demande spécifiques à l'argent, et une forte sensibilité du prix aux flux dans un marché structurellement plus étroit que celui de l'or.

Du point de vue macroéconomique, l'argent bénéficie du même moteur que l'or lorsque les investisseurs cherchent à se prémunir contre l'inflation, les risques de récession et d'incertitudes géopolitiques. Le paramètre déterminant reste l'évolution des taux réels, lorsque ces derniers reculent, le coût d'opportunité de détenir un actif non productif de rendement diminue, ce qui tend à soutenir la demande pour les métaux précieux.

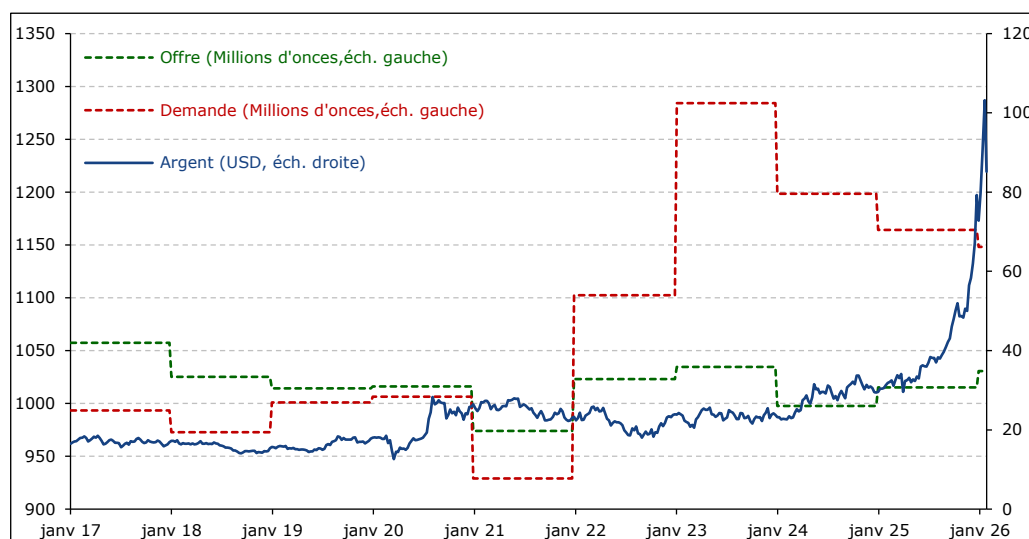


Schéma 3 : Évolution historique de l'offre et de la demande mondiales d'argent et du cours du métal physique (2017-2025).

(Sources : Homa Capital ; Silver Institute ; Bloomberg)

Cet engouement peut-il se prolonger ?

L'argent se distingue de l'or par sa double nature : c'est un métal monétaire et un métal industriel. Cette caractéristique le rend particulièrement attractif dans les phases où le marché anticipe un assouplissement monétaire. D'un côté, l'argent capte une demande "refuge" ; de l'autre, il profite d'une demande structurelle liée à plusieurs mégatendances industrielles. La transition énergétique (avec le photovoltaïque), l'électrification (électronique, connectique) et, plus largement, les besoins croissants en infrastructures et équipements portés par l'IA ou les centres de données contribuent à renforcer le narratif de consommation future de métaux conducteurs. À titre illustratif, les véhicules électriques utilisent dans leur conception plus d'argent que les véhicules thermiques. Même si l'industrie poursuit ses efforts de réduction des quantités d'argent par unité produite, la croissance des volumes peut suffire à maintenir une demande agrégée robuste.

En face, les contraintes d'offre accentuent la tension sur le marché. L'argent fait l'objet d'un déficit d'approvisionnement depuis 2021, la demande excédant la production minière (cf. schéma 3), tandis que les stocks disponibles se contractent. De plus, une part importante de l'offre mondiale provient de mines où l'argent est un « sous-produit » de l'extraction principale (cuivre, plomb, zinc...), limitant la capacité d'ajustement rapide de la production.

Enfin, la dynamique de prix est amplifiée par la microstructure du marché : comparé à l'or, l'argent est moins liquide et plus volatil. Dans un marché "étroit", des flux relativement modestes peuvent provoquer des mouvements disproportionnés. Lorsque la tendance s'accélère, elle attire des investisseurs tactiques (ex : stratégie *Momentum*) et peut être renforcée par des facteurs techniques, comme des rachats forcés de positions vendeuses (« *short squeeze* »), qui alimentent la hausse à court terme.

À l'avenir, la demande d'argent, soutenue par des tendances industrielles globales et massives, devrait continuer de surpasser l'offre. Dans ce contexte, son prix devrait être orienté à la hausse. Néanmoins, il est important de rappeler qu'en raison de sa structure de marché, l'argent reste un actif structurellement volatil, susceptible d'alterner phases d'accélération et corrections marquées.